



La movediza geopolítica del euro

Paul Isbell

ARI Nº 57-2002 - 23.9.2002 (Traducción del inglés)

Los debates en torno a las divisas y los regímenes de tipo de cambio incorporan —aunque de manera confusa— agendas y preocupaciones políticas en conflicto. Un régimen monetario internacional caracterizado por unos tipos de cambio universales flotantes y dominado por la hegemonía del dólar en el ámbito comercial, inversiones y carteras de reservas no sólo sirve a los intereses de Wall Street sino que además otorga a la política exterior estadounidense una relativa flexibilidad económica y una ventaja estratégica sobre las demás potencias internacionales. Asimismo, el proyecto de moneda única siempre ha tenido sus dimensiones políticas y geopolíticas, puesto que siembra donde ya sembraron, al menos en parte, las fricciones políticas que dieron lugar al colapso del régimen del tipo de cambio de Bretton Woods, dominado por el dólar, a principios de la década de los setenta. Este aspecto geopolítico de las divisas suele permanecer enterrado muy por debajo —como si de lentas placas tectónicas se tratase— del movimiento diario de tipos de cambio y debates de mercado en torno a qué tipos están sobrevalorados o infravalorados y por qué. Pero, de cualquier forma, ahí está. El nacimiento del euro suscita la posibilidad de un desgaste de la supremacía del dólar a medio plazo. Además, cabe la posibilidad de que esto afecte de forma significativa a la relación trasatlántica y al futuro de Europa.

La posibilidad de un desafío a la hegemonía del dólar

Resultaría difícil sostener que la política estadounidense busca de forma activa debilitar el tipo de cambio del euro. No obstante, Estados Unidos se muestra cada vez más esquizofrénico acerca del asunto de las divisas. La mayor parte de los economistas están de acuerdo en que a la economía estadounidense le vendría muy bien una depreciación controlada del dólar. Sin embargo, la persistente idea de fortaleza del dólar/debilidad del euro sigue constituyendo un objetivo tentador para Estados Unidos, al menos a corto plazo. El desafío estructural que en un momento dado el euro podría suponer para la hegemonía del dólar en la economía mundial bien podría verse retrasado por la incapacidad del euro de acabar definitivamente con las incertidumbres y prejuicios que aún le rodean en el mercado. Un euro que no logre consolidar la reciente apreciación cíclica, aun en medio de la sensación generalizada de que la economía estadounidense está atravesando problemas importantes, sólo conseguirá disminuir el respaldo público al proyecto del euro y perjudicar la opinión escéptica de la comunidad inversora. La incapacidad de demostrar que la nueva moneda única es “normal” (es decir, que igual que sube, baja) y compatible con el actual modelo económico europeo permitiría al dólar prolongar su posición hegemónica en el sistema internacional de forma indefinida en el futuro, a pesar del hecho de que el peso económico de la zona euro esté ya más o menos a la par con el de la zona dólar y de que muy probablemente dicha zona euro siga ampliándose, a medida que se vayan incorporando nuevos miembros tanto a la UE como a la moneda única. Este escenario, por otro lado, seguiría posibilitando a Estados Unidos mantener en su política económica y monetaria mayor flexibilidad y capacidad de amortiguar golpes externos —o incluso de generarlos— que su homólogo europeo.

Esta ventaja relativa en términos monetarios, económicos y financieros se traduce, aunque sea de forma muy sutil, en una ventaja geopolítica de enorme importancia en vista del deterioro de las relaciones trasatlánticas y la creciente fragilidad de los regímenes multilaterales mundiales.

Por otro lado, un aumento moderado y continuado del tipo de cambio del euro podría contribuir a provocar una redistribución de las carteras de los bancos centrales y un ajuste de las carteras de inversión privada. Aunque dichos cambios en las carteras no se han producido tan rápidamente como algunos economistas habían vaticinado, lo más probable es que terminen produciéndose. Salvo que se produjese un colapso absoluto del proyecto del euro y un regreso a las monedas nacionales —un escenario improbable—, se trata realmente de una cuestión de tiempo. La única cuestión residual será hasta qué punto supondrá el euro finalmente una competencia para el dólar. La historia nos muestra que normalmente suele existir un lapso de tiempo entre el momento en que una zona monetaria adquiere una determinada parte de las finanzas y el comercio mundial y el momento en que dicha unidad monetaria consigue obtener una parte similar de los contratos comerciales, las carteras de inversión privada y las reservas oficiales. Dicho lapso de tiempo se atribuye normalmente a la ventaja que otorga ocupar la posición dominante y a una inercia natural derivadas de la resistencia de las externalidades de red (ya que los costes de transacción son menores para aquellos que emplean la moneda única predominante). De modo que la cuestión de cuánto tardará el euro en poder plantar cara a la hegemonía del dólar y empezar a compartir la esfera monetaria internacional —en vista de la resistencia inherente de quien ocupa la posición dominante— dependerá fundamentalmente de la sensación de credibilidad y durabilidad que se tenga con respecto al euro como nueva alternativa internacional al dólar.

Aunque la economía estadounidense representa tan sólo el 25% del comercio y el PIB mundiales, el dólar sigue figurando en cerca del 90% de las transacciones realizadas en moneda extranjera, en más de la mitad de la

facturación comercial del mundo, en cerca del 70% de las reservas en moneda extranjera de los bancos centrales de todo el mundo y en cerca de dos tercios de todas las divisas que circulan más allá de sus fronteras nacionales. Estas cifras demuestran el aplastante dominio del dólar y la resistencia que éste sigue presentando a perder su hegemonía, al menos a corto plazo, ante la creación de la Unión Monetaria Europea (que en la actualidad disfruta aproximadamente del mismo peso en el comercio y el PIB mundiales). Dichas cifras, si bien reflejan la importante ventaja de quien ocupa la posición dominante, también subrayan la cantidad de terreno que el dólar podría llegar a perder frente al euro. De hecho, en sus breves tres años de existencia, el euro ya ha realizado importantes progresos en la emisión de bonos internacionales. En 2001, las emisiones de bonos denominadas en euros superaron a las emisiones denominadas en dólares, lo que indica un rápido aumento de la presencia del euro en los mercados financieros internacionales. Tampoco debería olvidarse que, en términos históricos, el euro es una moneda recién estrenada. (Para acceder a un debate en mayor profundidad acerca de la posición estructural del euro frente al dólar en la actualidad y los posibles mecanismos de un desafío potencial para la co-hegemonía, véase Fred Bergsten, *The Euro Versus the Dollar: Will There Be a Struggle for Dominance?*, en www.ije.com y en *Euro vs dólar: ¿habrá una lucha por la hegemonía?* en *Economía Exterior*, nº 20, primavera de 2002).

Un factor clave estimulante para el ritmo de un cambio de este tipo en la situación internacional del euro sería la demostración de que la moneda única ha alcanzado la "normalidad" mediante la apreciación en respuesta a los tipos de desequilibrios típicos (déficit presupuestarios y de cuenta corriente) que históricamente han sido presagio de un cambio en los ciclos de los tipos de cambio, aun a pesar de una tendencia europea de menor productividad y crecimiento. De ahí la importancia para Europa de que la apreciación del euro en 2002 no demuestre ser otro falso repunte, retrasando el momento en que la moneda única pueda asumir su influencia y su peso estructural potenciales en el sistema mundial. Cuando el cambio de carteras empiece a producirse (Bergsten calcula que éste implicará una transferencia desde el dólar hacia el euro de entre 500.000 millones y un billón de dólares), reforzará de forma real la apreciación del euro (ya que la venta de dólares para comprar euros reforzaría la moneda europea), otorgando a la moneda única un nuevo caché geopolítico. La postura del banco central de China, que, según se informa, está esperando el momento oportuno para comenzar dicho cambio de cartera, resulta de extremada importancia en este aspecto, no sólo debido al peso de sus reservas o a la señal que enviaría al resto del mundo, sino también debido a la importancia geopolítica de China en el contexto internacional y para las fricciones trasatlánticas actuales. Con USD 242.000 millones en reservas en el mes de mayo, China fue el segundo propietario de reservas más importante del mundo (precedido tan sólo por Japón, con USD 456.000 millones en agosto). Aun así, tan sólo el 5% de las reservas chinas se encuentran en la actualidad denominadas en euros, a pesar del hecho de que más del 20% de sus actividades comerciales se denomine en dicha moneda.

Es muy posible que la etapa más reciente del ciclo del tipo de cambio dólar-euro, que comenzó en 1995, haya llegado a su fin. Desde noviembre de 2000, el euro se ha revalorizado cerca de un 20% frente al dólar. Aunque dicha subida ha estado llena de altibajos, existe un creciente consenso de opinión que considera que esta tendencia es sostenible, señalando una serie de factores de influencia entre los que se encuentran un euro todavía infravalorado (cuando se mide en términos de paridad de poder adquisitivo), los crecientes desequilibrios entre las cuentas corrientes de las principales monedas, un cambio en los flujos netos de capital entre EE.UU. y Europa y los recientes escándalos corporativos en EE.UU. Evidentemente, existen una serie de factores que podrían limitar la subida del euro hasta la paridad, entre los que figurarían un estancamiento económico continuado, más problemas fiscales en el contexto del Pacto de Estabilidad, la incapacidad para avanzar en las reformas de los mercados y los potenciales efectos negativos de una guerra contra Irak y un aumento significativo de los precios del petróleo.

La finalización del ciclo más reciente de debilidad del euro probablemente sería beneficiosa para Europa, tanto en términos económicos como políticos. En primer lugar, aunque el crecimiento se vería perjudicado debido al impacto negativo en las exportaciones a las áreas de la zona dólar, la inflación probablemente se reduciría como mínimo en la misma proporción, si no más, como resultado de unas importaciones más baratas. Esto tendería a impulsar la confianza de los consumidores y el poder adquisitivo, especialmente en vista de la sensación generalizada de una subida abusiva de los precios durante la introducción de las monedas y los billetes de euro a principios de 2002. Este beneficio inflacionario podría traducirse también en una política monetaria más relajada, lo que reforzaría aún más la confianza de los consumidores y el poder adquisitivo y compensaría los efectos negativos sobre el crecimiento derivados de unas exportaciones más débiles.

Suponiendo que el BCE lleve a cabo este necesario ajuste, el mayor efecto sería una estimulación de la demanda interna en Europa, algo que contribuiría a restablecer un equilibrio más saludable y sostenible entre EEUU, Europa y Asia. Al absorber una mayor producción de EEUU y Asia, Europa liberaría a EEUU de parte de su carga, al igual que asumió un papel más eficaz como motor alternativo de la economía mundial. Según el análisis reciente del Real Instituto Elcano (véase Henrik Lumholdt, *La economía occidental: ¿recuperación, doble-fondo o bajo crecimiento?* [ARI 53/2002](#)), el escenario más probable a corto y medio plazo para la economía estadounidense es uno de crecimiento lento, incluso estancado, con perspectivas de una recesión más severa evitable tan sólo mediante una relajación importante de la política fiscal estadounidense, con déficit presupuestarios y de cuenta corriente de hasta el 6% del PIB. Tal escenario haría perder a EEUU su papel —largamente desempeñado— de motor de la economía mundial, lo cual daría a Europa la posibilidad de tomar el relevo como principal motor económico del mundo, siempre que ésta tomase las medidas macro y microeconómicas necesarias para ello, incluyendo una mayor integración y unas mayores reformas económicas en Europa (según lo establecido en la Agenda de Lisboa).

Evidentemente, lo más probable es que el BCE se muestre cauteloso acerca de que una relajación monetaria semejante. El banco central se sigue mostrando preocupado por las crecientes demandas de aumentos de sueldo, la lentitud del movimiento hacia la reforma del mercado laboral y la liberalización continuada y el crecimiento rezagado

de la productividad europea en relación con la estadounidense. No obstante, un mayor progreso en la reforma económica europea podría impulsar al BCE a adoptar una postura monetaria más relajada de cara a una apreciación del euro.

Una mayor apreciación del euro, o al menos una consolidación en la paridad o en torno a ella, también lograría obtener un mayor respaldo público a una mayor integración europea. Un euro débil es malo —y punto— para el público consumidor (salvo para los pocos sofisticados conscientes del impulso que ello supone para los exportadores que operan fuera de la unión monetaria) y un euro fuerte es bueno. Incluso los analistas y economistas escépticos acerca del proyecto del euro suelen tender a permanecer en silencio ante una mera apreciación cíclica. Siempre que el euro pueda recuperar gran parte, si no la totalidad, del terreno que ha perdido desde su lanzamiento, la credibilidad a largo plazo mejorará enormemente, haciendo que la ampliación y la integración continuada de Europa sean más fáciles de alcanzar, o al menos de vender desde un punto de vista político a los diversos públicos votantes, en la actualidad algo preocupados por la sensación de que los precios han aumentado de forma abusiva y por la incertidumbre generada por la ampliación de la UE a los países de Europa Central y del Este.

A ambos lados del Atlántico se ha producido un cierto silencio oficial con respecto al reciente repunte del euro hasta casi alcanzar la paridad, lo cual contrasta enormemente con el exceso de comentarios oficiales durante los días en que el euro cayó de forma significativa frente al dólar en 1999 y 2000. Aunque en un sentido estricto un dólar más débil tenga sentido para la economía estadounidense (dado su déficit de cuenta corriente actual y su posición todavía débil en el ciclo económico), está claro que los círculos oficiales estadounidenses no desean llamar la atención sobre el hecho de que el dólar es en la actualidad considerablemente más débil que hace tan sólo un año (cuando los comentaristas estadounidenses desdeñaban públicamente la idea de que el euro pudiese en algún momento plantarle cara al dólar). Lo que se teme es que todo esto pueda acelerar la caída del dólar, con todas las consecuencias adversas que ello conllevaría para la relajada política monetaria actual de EE.UU. y sus aún deprimidos mercados financieros. La retórica oficial acerca de un dólar fuerte ha sido abandonada en búsqueda de una economía mundial más equilibrada, pero aun así sigue existiendo la impresión de que la administración Bush se resiste todavía a admitir un dólar considerablemente más débil. Más que nada, sigue existiendo una reticencia por parte de EE.UU. a correr el riesgo de que pueda producirse el primer desgaste de la posición dominante del dólar como moneda hegemónica mundial.

El BCE y otros agentes europeos también se han mostrado reticentes a la hora de comentar la reciente apreciación del euro, por una serie de motivos. En primer lugar, existía la preocupación (más que justificada) de evitar enojar a los mercados financieros, que han tendido a castigar todas y cada una de las declaraciones de Wim Duisenberg. En segundo lugar, existía el deseo de evitar agravar este problema dando la impresión de que se hablaba a través de demasiadas voces y ninguna cabeza visible, una tendencia que en el pasado había sido percibida por los mercados como un símbolo de caos, discordia y falta de unidad en la ejecución de la política monetaria europea, y que evidentemente malograba la imagen del euro como moneda creíble.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, resulta creíble un escenario de consolidación continuada de la reciente apreciación del euro, aun cuando esto pueda demostrar ser un proceso lento y arduo. Esto, a su vez, contribuirá a estimular una mayor internacionalización del euro.

Los efectos geopolíticos potenciales de un euro cohegemónico

¿Cuáles serían las implicaciones geopolíticas más obvias de una competencia del euro a la hegemonía del dólar? Antes de nada, la ventaja que ostenta EEUU sobre el resto del mundo respecto a la flexibilidad de que dispone a la hora de ejercer su política económica comenzaría a erosionarse. A medida que más actividades comerciales, más inversiones y más actividades de los bancos centrales europeos tengan lugar en euros, le resultará más difícil a EEUU seguir manteniendo unos déficit de cuenta corriente tan elevados, atrayendo la mayor parte de los ahorros mundiales mediante entradas de capital. En la medida en que el euro comience a suponer una alternativa al abrumador protagonismo del dólar en los mercados financieros mundiales, Estados Unidos dejará de poder seguir siendo tan claramente inmune al tipo de restricciones macroeconómicas externas o realidades de divisa que siguen persiguiendo a la mayoría de los países. El surgimiento de dicha restricción macroeconómica implicaría, así, el fin de la displicente capacidad de EEUU de consumir más de lo que produce, aumentar su deuda pública, corporativa y de los consumidores con mayor facilidad y menores consecuencias que otras economías y depender de la revalorización del dólar como herramienta de financiación de dichos déficit, cada vez mayores, mediante la generación de entradas de capital extranjero autorreforzantes. También acabaría con las ventajas asociadas a un dólar fuerte a la hora de mantener bajos la inflación y los tipos de interés a pesar del elevado crecimiento, factores ambos que permiten a EE.UU. aumentar la duración e intensidad de sus *booms* económicos. Tal cambio supondría también una incómoda limitación a nivel nacional: sería más difícil alcanzar un consenso político nacional en torno a las prioridades fiscales y de gasto, lo cual podría traducirse en mayores dificultades para financiar los aspectos militares de la nueva agenda estratégica estadounidense.

Tanto el *boom* de la década de los ochenta como el de la década de los noventa se basaron en la capacidad de un dólar fuerte de interactuar con mercados alcistas en Wall Street para producir una financiación extranjera fácil. En ambos períodos, el creciente déficit por cuenta corriente fue de la mano con un *boom* del consumo y de los préstamos a consumidores y empresas, que a su vez alimentaron los *booms* de los mercados económicos y financieros. Dada la corta memoria de los consumidores, los votantes y los analistas, esos *booms* autorreforzantes tienden a inflar las evaluaciones de los observadores, que llegan a considerar que la economía estadounidense es intrínsecamente invulnerable (a pesar de saber, en su subconsciente, que todos los *booms* llegan a su fin en un momento dado) y superior al resto de las economías. Este sentimiento ha alimentado con facilidad las ambiciones

estratégicas de Washington, dotando de un importante contenido geopolítico al mayor grado de flexibilidad económica implicado por la capacidad de mantener y financiar con facilidad unos déficit tan elevados cuando es considerado conveniente desde el punto de vista político.

En el caso del *boom* de la década de los ochenta, durante el cual el déficit por cuenta corriente alcanzó casi el 4% del PIB, el déficit presupuestario también creció hasta situarse por encima del 3% del PIB. Washington aumentó los gastos militares para acomodar la nueva estrategia de la administración de arruinar literalmente a Moscú pero al mismo tiempo avanzó relativamente poco en el recorte de otro tipo de gastos. Esto se debió tanto a la oposición de la Cámara de los Representantes, dominada por los Demócratas, como a un creciente reconocimiento de que no se podría apelar tan fácilmente a los votantes (también en calidad de consumidores y contribuyentes) a que se echasen al hombro la carga del nuevo desarrollo estratégico, especialmente si pudiese percibirse que las reducciones de impuestos estaban enriqueciendo a las empresas y los grupos de renta alta y se diese la impresión de que las reducciones en los gastos sociales eran un modo de hacer que las clases media y baja corriesen con los gastos. No obstante, aunque la paralización legislativa y las preocupaciones electorales forzaron un déficit presupuestario durante la administración Reagan, durante la mayor parte de la década de los ochenta esto no supuso un gran problema, puesto que los aspectos entrelazados del *boom* estadounidense —dado el factor crítico de la hegemonía suprema del dólar en el sistema internacional— permitieron a un dólar fuerte atraer la financiación externa necesaria. A pesar del fracaso del Acuerdo de Plaza de 1985 a la hora de diseñar una caída controlada del dólar —lo que llevó finalmente a un colapso del dólar y a la crisis bursátil de 1987, con el consiguiente período de fragilidad financiera y ralentización económica—, en términos estratégicos el desarrollo militar fue, ya en 1986 (cuando Gorbachov se reunió por primera vez con Reagan en Reykjavik), capaz de lograr su máximo objetivo de debilitar la sostenibilidad de la máquina económica y militar soviética.

La fortaleza y duración del *boom* económico de la década de los ochenta y los “déficit gemelos” sobre los que se construyó hicieron que el gobierno pudiese evitar un enfrentamiento final con los consumidores, los contribuyentes y los votantes por las verdaderas consecuencias en materia de gastos presupuestarios y sociales del renovado desarrollo militar. Le permitió poder culpar de la recesión posterior simplemente al ciclo económico y a la incapacidad de Europa y Japón para estimular suficientemente su demanda interna durante dicha década. Aunque George Bush terminó pagando al final las consecuencias de aquella década en su derrota electoral a manos de Bill Clinton en 1992, tanto él como el Partido Republicano permanecieron en el poder el tiempo suficiente como para adjudicarse en última instancia el éxito de haber vencido a la Unión Soviética. Una variable crítica en aquella ecuación, no obstante, fue la buena disposición de los inversores europeos y japoneses para continuar financiando a EEUU en dicha empresa. Una variable asociada fue el hecho de que en aquella época no existiese ninguna otra moneda internacional alternativa creíble. Además, tanto Japón como Europa consideraban la amenaza soviética suficiente como para justificar el precio que había que pagar: el inconveniente de los desequilibrios económicos internacionales producidos por la flexibilidad inherente de la política económica y monetaria de EEUU. Sin embargo, esa realidad ha ido cambiando poco a poco.

De hecho, el máximo esfuerzo bipartidista de la administración Clinton por eliminar los persistentes déficit presupuestarios que habían terminado por debilitar el *boom* de los años ochenta se debió en parte al reconocimiento —estimulado tanto por el humillante colapso del dólar durante los últimos años de las administraciones Bush y Reagan como por el inesperado éxito del Tratado de Maastricht— de que la nueva moneda europea podría en un momento dado —tan sólo mediante los cambios estructurales que podrían impulsar en los sistemas financieros y monetarios del mundo— comenzar a erosionar las ventajas estructurales de la economía estadounidense derivadas de la hegemonía del dólar y, a medida que avanzaba la década, un mundo cada vez más caracterizado por economías abiertas de menor tamaño operando con tipos de cambio flexibles.

Las políticas de equilibrio presupuestario de la administración Clinton fueron un estímulo muy importante para el *boom* de la década de los noventa, que generó una confianza renovada en la economía estadounidense y Wall Street y un nuevo mercado alcista del dólar. El dólar fuerte alimentó el *boom* de dicha década del mismo modo en que lo había hecho en los años ochenta, sólo que ahora no tenía que soportar la carga adicional de los crecientes déficit presupuestarios. A medida que se redujo el déficit público, el déficit por cuenta corriente pudo crecer hasta niveles aún más altos, dando, así, cabida a un *boom* del consumo aún mayor y consolidando el papel de EEUU como único motor de la economía mundial durante las crisis de los mercados emergentes. Sin embargo, habían cambiado dos variables fundamentales. En primer lugar, el final de la Guerra Fría facilitó la estrategia presupuestaria de Clinton, al permitirle recortar los gastos militares a modo de “dividendo de paz”, mejorando así parte de la presión presupuestaria de recortar el gasto social. Esto ayudó a Clinton a abrirse paso a través del campo de minas bipartidista existente entre un equilibrio presupuestario y él.

Pero la austeridad presupuestaria de Estados Unidos se había convertido por aquel entonces en algo cada vez más importante para mantener la hegemonía del dólar. Al plantear el Tratado de Maastricht la posibilidad de alcanzar en un futuro al menos una hegemonía monetaria compartida, la viabilidad de “déficit gemelos” pasó a ser cada vez más cuestionable. Con las políticas deflacionarias requeridas en Europa para cumplir los criterios fiscales y monetarios de Maastricht (de por sí condiciones previas para cualquier posible desafío del euro) y a la espera de una política monetaria relativamente dura de un nuevo BCE buscando forjar su credibilidad, Estados Unidos se encontró cada vez más aislado como único motor potencial de crecimiento de la economía mundial. De ahí la importancia del equilibrio presupuestario.

El *boom* de los años noventa ya ha terminado, pero el déficit por cuenta corriente ha seguido aumentando, al mismo tiempo que los menores ingresos fiscales, consecuencia de la reciente recesión y las bajadas de impuestos de Bush, junto con un aumento de los gastos militares, derivado de los atentados del 11 de septiembre, han contribuido a

convertir un superávit estimado para 2002 de USD 405.000 millones en un déficit de USD 157.000 millones (aproximadamente el 1,5% del PIB). Con una economía que amenaza con recaer en una recesión y con la continuada caída de los mercados bursátiles estadounidenses, el dólar parece ya cada vez menos capaz de estimular una adecuada financiación las cuentas de capitales para un déficit por cuenta corriente tan abultado (son necesarias una entrada bruta de capital diaria estimada de USD 4.000 millones y unas entradas netas de USD 2.000 millones para continuar financiando el déficit actual, que hoy por hoy se sitúa en cerca de USD 500.000 millones, o lo que es lo mismo, el 5% del PIB). Ante este escenario, que, aun en el mejor de los casos, con un dólar en retroceso, tardaría varios años en corregirse, no es probable que los mercados financieros vayan a tolerar los déficit presupuestarios del gobierno estadounidense con tanta facilidad como lo hicieron en el pasado, especialmente ahora que existe una alternativa viable en el euro.

El momento elegido para volver a los "déficit gemelos" —con gran parte de las consecuencias del colapso del "boom de la nueva economía" todavía por sentirse— no es propicio para la hegemonía del dólar. Los desarrollos militares necesarios para ejecutar la nueva agenda estratégica de EE.UU. —especialmente si éste planea ponerla en marcha por su cuenta, sin Europa— serán más difíciles de financiar, *especialmente si el euro empezase a desgastar la hegemonía del dólar que durante tanto tiempo ha permitido a EEUU evitar un equilibrio presupuestario entre "cañones y mantequilla" tan severo y políticamente divisorio*. El consenso político mínimo requerido para una acción militar continuada —y su crucial financiación— podría resultar cada vez más difícil de alcanzar. La agenda republicana de recortes fiscales continuados para los más ricos sería de nuevo motivo de un intenso debate. La administración Bush podría fácilmente terminar en el banquillo de los acusados por haber eliminado el superávit presupuestario de la administración Clinton (y haber reducido las opciones de manejar la gestión de la seguridad social en un futuro) no sólo a causa de un renovado desarrollo militar (que muchos pueden llegar a considerar todavía un precio aceptable en contraprestación por la seguridad en el nuevo contexto internacional) sino también a causa de su bacanal de reducción de impuestos anterior al 11 de septiembre. Aunque EEUU parece estar a punto de entrar en otro período de crecimiento del déficit presupuestario —que en las circunstancias históricas de las últimas décadas no se habría topado con una limitación financiera tan rigurosa— ya no está tan claro que esto sea factible en un futuro en vista de la depreciación del dólar y la elección del euro como nuevo destino alternativo de los inversores internacionales.

Parte de esta ventaja estructural que la hegemonía del dólar ha proporcionado a EEUU podría empezar a pasar a manos de Europa. Un cambio estructural hacia el euro a largo plazo en el sistema internacional implicaría una mayor capacidad por parte de Europa de servir como motor alternativo de crecimiento de la economía mundial, debilitando gran parte de la influencia política que EEUU ejerce sobre Europa y dando a Europa un mayor margen de maniobra ya sea en el proceso de reforma o en un intento de modificar y solidificar un modelo europeo alternativo. Dicha influencia económica también facilitaría a Europa poder reformar el Pacto de Estabilidad y, en un momento dado, aceptar la financiación de una identidad de defensa europea. Este cambio en la influencia geopolítica también facilitaría el proceso de multilateralización de los asuntos internacionales, puesto que cada vez resulta más difícil financiar el unilateralismo estadounidense con los ahorros de defensores del multilateralismo, más fuertes económicamente en la actualidad y más flexibles desde un punto de vista monetario.

Y existen, además, otras implicaciones geopolíticas a largo plazo. El establecimiento de la moneda única eliminó la relativa vulnerabilidad de Europa ante las fluctuaciones de los tipos de cambio. Un mayor desafío a la hegemonía del dólar podría también erosionar la capacidad singular de Estados Unidos de planificar *booms* económicos y financiar desarrollos estratégicos cuando lo considera conveniente obteniendo préstamos del resto del mundo con relativa facilidad.

No obstante, la moneda única en sí no mitiga la mayor dependencia de Europa de las importaciones de petróleo y su mayor inflación y mayor vulnerabilidad a los tipos de cambio en los aumentos periódicos de los precios del petróleo. Si embargo, si una de las consecuencias del desafío del euro al dólar resulta ser un aumento de la cuota del mercado del petróleo denominada en euros, esta vulnerabilidad relativa comenzaría a estar repartida de forma más equitativa con EEUU y parte de la ventaja de poseer una moneda empleada en el mercado del petróleo empezaría a ser disfrutada por Europa.

Irak ya ha respondido al escenario actual ofreciéndose a aceptar euros por su petróleo. A medida que crecen las tensiones entre EEUU y Arabia Saudí y se despliega en el Golfo un escenario que sigue suscitando una serie de incertidumbres acerca de con quién puede contar EEUU y del aspecto que tendría Oriente Medio al día siguiente de la guerra con Bagdad y en los años siguientes ¿quién puede decir qué ocurrirá con la denominación monetaria del mercado mundial del petróleo? La posibilidad de que una mayor parte del mercado mundial del petróleo se designe en euros resultaría cada vez más creíble si los países europeos que optaron por permanecer fuera del sistema de la moneda única (Reino Unido, Dinamarca y Suecia) entraran en la unión monetaria y se produjese una eventual entrada de los países candidatos y una ampliación de la zona de influencia del euro para incluir a los países de la cuenca del Mediterráneo y parte del África subsahariana.

Todavía hay muchos que cuestionan estas implicaciones geopolíticas a largo plazo del euro y la importancia de la tendencia actual de tipos de cambio en esta ecuación. Sostienen que la economía estadounidense sigue siendo más abierta, dinámica y flexible y que esto seguirá reflejándose en aumentos de la productividad relativamente más rápidos en EEUU y, por consiguiente, en tasas de crecimiento sostenibles y mayores que en Europa. Sólo esto, defienden, sería suficiente para garantizar la fortaleza a largo plazo del dólar y por lo tanto su fuerza, flexibilidad y dominio relativo en la esfera monetaria internacional. Este argumento sería claramente más convincente, no obstante, si las monedas europeas siguiesen estando fragmentadas, pero no lo están. Y tampoco está tan claro que

la reforma, la liberalización y la desregulación europeas se hayan estancado para siempre. De hecho, la apreciación del euro probablemente ejercería más presión económica interna (por un aumento del desempleo y el consiguiente debilitamiento de los sindicatos) para impulsar aún más reformas, dando alas a los defensores de la liberalización en Europa. Siempre que el euro sea capaz de recorrer gran parte de este ciclo de apreciación, es cada vez más probable una consolidación de su nueva posición internacional.

Un argumento adicional, expuesto por Ronald McKinnon (véase *The International Dollar Standard and the Sustainability of the U.S. Current Account Deficit*, Brookings Panel on Economic Activity: Symposium on the U.S. Current Account, marzo de 2001), sostiene que los continuados “déficit gemelos” de Estados Unidos no sólo son viables (ya que la centralidad del dólar crea de forma eficaz una larga línea de créditos blandos a EE.UU. por parte del resto del mundo prácticamente ilimitada) sino que de hecho son necesarios para la salud de la economía mundial. Su razonamiento se basa en que, en su opinión, la Reserva Federal estadounidense actúa como banco central *de facto* para el resto del mundo más allá de Europa. Esto quiere decir que los déficit de EEUU —mediante las salidas de dólares y posibilitando los derechos extranjeros sobre activos estadounidenses— proporcionan una liquidez esencial al resto del mundo no europeo. Esto es otro modo de decir que EEUU es el único motor de crecimiento del mundo, la única economía capaz de crear una demanda suficiente como para facilitar el crecimiento mundial. Aunque dicho argumento resulta convincente para el contexto anterior a la aparición del euro, pierde relevancia a medida que el euro adquiere credibilidad internacional.

En ausencia de otra moneda capaz de asumir el papel desempeñado por el dólar, la mayor parte de los actores monetarios y financieros internacionales están interesados de hecho en facilitar la hegemonía del dólar y tolerar las consiguientes ventajas presupuestarias y crediticias que ello otorga a EEUU, y la capacidad asociada de EEUU de imponer en última instancia su agenda estratégica a sus aliados. Pero si dichos actores llegasen a contemplar la posibilidad de cambiar del dólar al euro, los efectos negativos de hacer caer el dólar dejarían de estar tan claros. La venta de dólares y la compra de euros tendría, sin duda, un efecto negativo en la competitividad internacional de otros países frente al dólar, pero esta posición de competitividad mejoraría con respecto a Europa. Esta consideración resulta particularmente válida para aquellos países que emplean el dólar para una proporción de sus transacciones mucho mayor de la justificada en vista del peso de las interacciones estadounidenses con sus economías (China y Japón), por no hablar de los países cuyas relaciones con la zona euro superan a sus relaciones con EEUU (Rusia, Europa del Este, Mediterráneo, partes de África y partes de Latinoamérica). Semejante cambio en las transacciones y los balances de cartera contribuiría a alimentar una corrección necesaria del déficit por cuenta corriente de EEUU, pero también ejercería mayor presión sobre Europa para que ésta emprendiese las reformas económicas necesarias que le permitirían asumir parte de la carga de demanda de EEUU. Sin duda, aquí es donde empiezan a ser importantes las ambiciones y los móviles geopolíticos de los diversos actores internacionales.

¿Una grieta potencial en la armadura estadounidense?

Bajo la superficie de los debates actuales en torno a la seguridad, por tanto, y en marcado contraste con lo que se percibe como un desequilibrio de competencia estratégica y poder geopolítico entre EEUU y Europa, existe un importante elemento subyacente. A pesar de los muchos argumentos que podrían cuestionar la capacidad de Europa para sacar un provecho económico y político de dicho desplazamiento tectónico en la realidad monetaria, el único escenario probable de cambio en el ámbito de las divisas es uno en el que el euro tenga un mayor peso relativo. Ésta es el único área en el que la dinámica a largo plazo parece otorgar a Europa una ventaja estructural relativa con respecto a EEUU, a pesar de que pueda parecer lo contrario en el ámbito de la productividad económica y con respecto a la actual disparidad en el ámbito militar. De hecho, en compensación por el supuesto paraguas estratégico bajo el cual Europa ha podido desarrollar “de forma artificial” sus instituciones europeas, crear un estado de bienestar “insostenible”, ignorar los asuntos relativos a la seguridad y la defensa y, según Robert Kagan, modelar su “visión kantiana del *soft power* y su trayectoria única de baja política hacia la paz” (véase *Power and Weakness*, Policy Review, No. 113, junio de 2002), EEUU ha disfrutado —gracias a la fragmentación monetaria europea previa y la incapacidad de la nueva moneda única *hasta la fecha* de ocupar plenamente su lugar potencial en el sistema monetario internacional— de un paraguas monetario “artificial” bajo el cual ha podido crecer y consumir de forma más rápida (salvo durante los períodos de eventual corrección) a como lo habría hecho de no haber existido, así como financiar los actuales capítulos de su agenda estratégica obteniendo préstamos de sus aliados con relativa facilidad.

No obstante, a fin de cuentas, la agenda de Reagan fue financiada por inversores de países aliados que al menos estaban de acuerdo en la naturaleza del enemigo común (¡qué diferente suena esto de la recriminación que EEUU suele hacer a Europa por no asumir su parte de carga en la seguridad occidental!). Además, el último período de corrección estadounidense se produjo a finales de la década de los ochenta/principios de la década de los noventa, cuando el dividendo de paz contribuía a aliviar el debate presupuestario estadounidense de parte de sus tensiones. En un futuro puede que los episodios de corrección no se correspondan con momentos tan favorables en el ámbito internacional. Por eso resultaría conveniente que Europa —con todas sus inclinaciones multilaterales y diplomáticas— intentase aprovechar el aumento de su influencia geopolítica consecuencia de la internacionalización del euro, y que la erosión de la hegemonía del dólar mitigase el ciclo de rápida subida/espectacular bajada al que ha tendido cada vez más la economía estadounidense.

Desde la perspectiva estadounidense, en vista de la realidad de dicho dilema, no resulta sorprendente que un pensamiento claro en materia de política monetaria no logre hacerse con el debate político. Cabe esperar que continúe la esquizofrénica actitud estadounidense en torno a un dólar fuerte/débil, junto con intentos sutiles e indirectos de frustrar la apreciación del euro y retrasar así la erosión de la hegemonía del dólar. Una hipótesis tal se presta a la poco original objeción que intentaría desacreditarla calificándola de otra retrógrada “teoría de

conspiración" más. Sin embargo, los ajustes políticos a dichos desplazamientos *tectónicos* a largo plazo en el sistema internacional tienden a ser inconscientes y descoordinados —al menos hasta que se produce el seísmo— pero aun así responden a lo que se consideran intereses nacionales y siguen siendo reales. Aun así este análisis, si bien plantea la controvertida y desafiante sugerencia de que la política estadounidense ha estado, al menos en parte, sutilmente destinada a posponer cualquier pérdida importante de influencia internacional por parte del dólar en favor del euro, puede concebirse en términos positivos.

Esta lectura reconoce implícitamente que dicho desplazamiento atribuible al euro podría dar verdaderas alas a las facciones políticas marginadas de EEUU que desean un esfuerzo multilateral más concertado en el manejo de los asuntos internacionales y una modificación del modelo económico estadounidense. Tradicionalmente, estas facciones se han presentado como amigas de Europa, la "comunidad internacional" y el sistema multilateral. De hecho, la explicación predominante de lo que se concibe como unilateralismo estadounidense es que Estados Unidos hace lo que quiere, independientemente de las preferencias de sus supuestos aliados, simplemente porque puede y porque su posición de superpotencia incuestionable crea en este país una realista propensión a otorgar relativamente más importancia al uso de la fuerza en los asuntos internacionales que la Europa "kantiana". De lo que se deduce que la simple pérdida de su poder monetario subyacente empezará a frenar su capacidad de financiar con tanta facilidad semejante unilateralismo, haciendo que cada vez le resulte más difícil "actuar siempre según su santa voluntad". En contraposición, puede que Europa comience a experimentar este problema tan familiar cada vez con menor frecuencia.

¿Qué puede hacer Europa para preparar deliberadamente el terreno para cuando dicho desplazamiento tectónico en las relaciones monetarias sea ya una realidad innegable? ¿Qué puede hacer Europa para protegerse a ella misma -y a EEUU- de un posible cataclismo en las relaciones trasatlánticas como consecuencia de dicho desplazamiento?

En primer lugar, Europa debería seguir avanzando en el campo de las liberalizaciones y las reformas económicas de forma prudente e integrada. Sólo entonces serán capaces los gobiernos de conseguir que el BCE se preocupe por estimular la demanda interna, aun al precio de algunas pequeñas subidas en la inflación. En segundo lugar, el Ecofin debería trabajar en la reforma del pacto de estabilidad de forma racional para evitar extenuantes luchas en torno a objetivos presupuestarios arbitrarios y aún vagos. Junto con las reformas económicas, esto tendría un efecto saludable en la imagen del euro de cara al exterior y en el dinamismo interno. En tercer lugar, el BCE debería mostrarse dispuesto a cooperar con la Reserva Federal estadounidense en caso de resultar necesaria una intervención monetaria coordinada para frenar una caída excesivamente rápida del dólar. En cuarto lugar, deben proseguir los esfuerzos encaminados a integrar y armonizar los mercados europeos de capitales para intentar reducir aún más los costes de transacción a fin de atraer más actividad financiera hacia la zona euro. Y por último, Europa no debería abandonar su visión de la relación trasatlántica (o una visión de "Occidente") basada en un multilateralismo y un sistema internacional basado en el estado de derecho.

Pero nada de lo anterior está garantizado. Europa debe aprovechar esta oportunidad histórica —beneficiándose de la vulnerabilidad estructural y cíclica cada vez mayor de la economía estadounidense— para poner su propia casa en orden, a fin de estimular un crecimiento más rápido y sostenible. Para España, esto significa que su afirmación retórica de ser líder en materia de liberalización y reforma económica en Europa debe verse respaldada por un impulso real en esa dirección. No debe olvidarse la reforma del mercado laboral y la Agenda de Lisboa, cualquiera que sea la oposición política observada al respecto. El liderazgo europeo debe aceptar el reto de vender estas difíciles reformas en términos "europeos" positivos. Es mucho lo que está en juego. Perder esta oportunidad supondría dejar escapar la posibilidad de que el euro cuestione la supremacía del dólar hasta un futuro muy lejano. Y esto permitiría que la relación trasatlántica siguiese siendo desigual, lanzándonos a más consternaciones y discusiones improductivas. Y tampoco beneficiaría en absoluto al futuro del multilateralismo o el derecho internacional.

Paul Isbell

*Investigador Principal, Economía Internacional
Real Instituto Elcano*

El Real Instituto Elcano de Estudios Internacionales y Estratégicos es una fundación privada e independiente cuya tarea es servir de foro de análisis y discusión sobre la actualidad internacional, y muy particularmente sobre las relaciones internacionales de España. El Real Instituto Elcano no comparte necesariamente las opiniones manifestadas en los documentos firmados por sus analistas o colaboradores y difundidos en su página web o en cualquier otra publicación.

© Fundación Real Instituto Elcano 2011

Subir ▲